

买入

Q3 营运健康，短期风波不改龙头长期价值

李宁 (2331.HK)

2022-10-21 星期五

投资要点

目标价：**68.0 港元**
 现价：50.8 港元
 预计升幅：33.9%

重要数据

日期	2022/10/20
收盘价 (港元)	50.80
总股本 (亿股)	26.2
总市值 (亿港元)	1,331.2
净资产 (亿港元)	259.3
总资产 (亿港元)	363.2
52 周高低 (港元)	98.00/48.55
每股净资产 (港元)	9.90

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Viva China Holdings Ltd	10.36%
BlackRock, Inc.	5.81%

相关报告

李宁 (2331.HK) 更新报告: 高质量增长兑现, 多举措提升运营质量
 -20220408

李宁 (2331.HK) 更新报告: 逆势下超预期增长, 专业性品类再获突破
 -20220815

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

➢ 22Q3 零售流水增长符合预期, 库存健康度较优, 全年指引不变:

(1) 线下零售及电商渠道表现出色, 鞋增长优于服, 篮球增长优于跑步。线下零售流水增速优于同店增速, 原因是高质量直营门店净增效果显现。流水增长方面, 22Q3 李宁整体流水同增中双位数, 其中线下流水录得中双位数增长 (线下零售流水同增 20-30% 低段, 批发流水同增 10-20% 低段), 电商渠道录得 20-30% 中段增长。同店增长方面, 22Q3 全平台同店增高单位数, 其中直营同店同增中单位数, 加盟同店增高单位数, 电商同店增中双位数。

(2) 库存健康度较高, 零售折扣有低单位数小幅加深, 公司对库存管理及零售节奏的把控处于业内领先地位, 库存去化的压力可控。折扣率方面, 22Q3 公司零售折扣率有低单位数的小幅加深 (去年同期综合折扣约为 7 折)。库存管理方面, 22Q3 库销比略超过 4, 同比受疫情影响以及环比受季节性备货因素影响而略有增加, 库存新鲜度环比优秀, 6 个月以下存货占比较高。

➢ 短期风波不改长期价值, 坚定看好李宁:

近日公司某款服装引发风波, 公司及时澄清和发布公开信。观点: (1) 该款服饰在外观上引起了误解及疑虑, 并不能代表立场和企业价值观。该款服饰系 9 月 20 日“李宁逐梦行机场大秀”产品, 设计灵感源于飞行主线, 集合古代-现代-未来的飞行元素为设计灵感, 意在展现逐梦过程中的展望、尝试与突破, 灵感提取自中国第一代飞行员装备、雷锋帽等。而全套服装系列包括白色、天蓝色、深蓝色等多个色系。(2) 参考过往江南布衣、名创优品等品牌的可比事件, 该 2 个品牌在事件热度下降后均优化了内部管理流程并恢复了正常销售。以名创品牌为例, 8 月舆情发生后公司发布了公开信及整改计划, 根据业绩会, 名创国内 8 月前四周 GMV 同比基本持平, 对销售端的影响周期较短, 影响幅度轻微及可控。我们亦相信李宁公司会虚心听取消费者声音并优化流程, 提供更专业和更有设计感产品, 传递正向文化。

➢ 维持买入评级, 目标价 68.0 港元:

我们的观点: 李宁公司的长期价值终将取决于品牌能否为消费者带来独特的创新性产品及消费体验, 预计本轮风波影响有限且可控, 把握布局机会。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 272/324/390 亿元, 同比+21%/+19%/+20%; 净利润分别为 45.2/56.9/69.2 亿元, 同比+13%/+26%/+22%。维持买入评级, 公司目标价 68.0 港元, 目标价对应 23E 财年的 PE 约 28 倍。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,230	32,392	39,008
同比增长 (%)	4.2%	56.1%	20.6%	19.0%	20.4%
毛利率	49.1%	53.0%	50.3%	51.9%	52.4%
归母净利润	1,698	4,011	4,522	5,688	6,922
同比增长 (%)	13.3%	136.1%	12.7%	25.8%	21.7%
归母净利润率	11.7%	17.8%	16.6%	17.6%	17.7%
每股盈利	0.69	1.60	1.73	2.17	2.64
PE@50.8HKD	66.1	28.6	26.5	21.0	17.3

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

22Q3 零售流水增长符合预期，库存健康度较优，全年指引不变：

三季度流水增长符合预期，线下零售及电商渠道表现出色，鞋品类增长优于服，篮球品类增长优于跑步。线下零售流水增速优于同店增速，原因是高质量直营门店净增的效果显现。流水增长方面，22Q3 李宁整体流水同增中双位数，其中线下流水录得中双位数增长（线下零售流水同增 20-30%低段，批发流水同增 10-20%低段），电商渠道录得 20-30%中段增长。同店增长方面，22Q3 全平台同店录得高单位数增长，其中直营同店同增中单位数，批发同店同增高单位数，电商同店增中双位数。销售点方面，李宁于中国的销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计 6,101 个，本年迄今净增 166 个，其中零售业务净增 179 个，批发业务净减 13 个。

库存健康度较高，零售折扣有低单位数小幅加深，公司对库存管理及零售节奏的把控处于业内领先位置，库存去化的压力可控。折扣率方面，22Q3 公司零售折扣率有低单位数的小幅加深（去年同期综合折扣约为 7 折）。库存管理方面，22Q3 库销比略超过 4，同比受疫情影响以及环比受季节性备货因素影响而略有增加，库存新鲜度环比优秀，6 个月以下库龄的存货占比较高。基于公司合理的库存结构及较轻库销比，尽管行业在 Q4 或面临一定压力，公司维持 22 年的全年指引不变。

表 1：李宁零售流水增长（不含李宁 YOUNG）

流水	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
整体	+ 10-20% 中段	+ 80%-90% 高段	+ 90%-100% 低段	+ 40-50% 低段	+ 30-40% 低段	+ 20%-30% 高段	-高单位数	+ 10-20% 中段
线下	+ 10-20% 低段	+ 80%-90% 低段	+ 90%-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20%-30% 中段	-高单位数	+ 10-20% 中段
零售	+ 中单	+90%-100% 低段	+ 80%-90% 高段	+ 30-40% 中段	+ 20-30% 高段	+ 30%-40% 中段	-高单位数	+ 20-30% 低段
批发	+ 10-20% 低段	+ 80%-90% 低段	+ 90%-100% 低段	+ 30-40% 高段	+ 20-30% 高段	+ 20%-30% 低段	-高单位数	+ 10-20% 低段
电商	+ 30-40% 中段	+ 100%	+ 90%-100% 高段	+ 50-60% 中段	+ 40-50% 低段	+ 30%-40% 中段	+中单位 数	+ 20-30% 中段

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

短期风波不改长期价值，坚定看好李宁：

近日公司某款服装引发短期风波，公司亦及时作出了官方澄清和发布公开信。**我们认为：**（1）该款服饰在外观上引起了误解及疑虑，并不能代表立场和企业价值观。该款服饰系 9 月 20 日“李宁逐梦行机场大秀”产品，设计灵感源于飞行这一主线，集合古代-现代-未来的飞行元素为设计灵感，意在展现逐梦过程中的展望、尝试与突破，灵感

提取自中国第一代飞行员装备、雷锋帽等。而全套服装系列包括白色、天蓝色、深蓝色等多个色系。**(2) 我们预计本轮风波影响有限且可控。长期价值终将取决于李宁品牌能否为消费者带来独特的消费体验以及创新的功能性产品。**参考过往江南布衣、名创优品等品牌公司的可比事件，该 2 个品牌在事件热度下降后均优化了内部管理流程并恢复了正常销售。以名创优品为例，8 月舆情发生后公司发布了微博公开信及整改计划，根据业绩会披露，名创国内 8 月前三周 GMV 同比基本持平，对销售端的影响周期较短，影响幅度轻微及可控。我们亦相信李宁公司会虚心听取消费者声音并优化流程，为消费者提供更专业和更有设计感产品，传递正向文化。

表 2: 李宁可比同店零售增长 (SSSG)

流水	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
整体	正 80%-90% 低段	正 20%-30% 高段	正 20%-30% 低段	正 20%-30% 低段	负 10-20% 低段	+ 高单位数
线下	正 70%-80% 高段	正 20%-30% 中段	正 20%-30% 低段	正 10%-20% 中段	负 10-20% 高段	/
零售	正 90%-100% 低段	正 30%-40% 低段	正 20%-30% 中段	正 20%-30% 中段	负 10-20% 高段	+ 中单位数
批发	正 70%-80% 低段	正 20%-30% 中段	正 10%-20% 高段	正 10%-20% 低段	负 10-20% 高段	+ 高单位数
电商	正 80%-90% 高段	正 30%-40% 中段	正 20%-30% 高段	正 30%-40% 中段	正 低单位数	+ 10-20%中段

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 68.0 港元：

我们的观点：李宁公司的长期价值终将取决于品牌能否为消费者带来独特的创新性产品及消费体验，预计本轮风波影响有限且可控。我们相信中长期公司价值仍将体现于其运用创新研发、商品运营及独一无二的品牌文化资产，为消费者带来独特价值。我们预计 22E 至 24E 营收分别为 272/ 324/ 390 亿元，同比+21%/ +19%/ +20%；净利润分别为 45.2/ 56.9/ 69.2 亿元，同比+13%/ +26%/ +22%。维持买入评级，公司目标价 68.0 港元，目标价对应 23E 财年的 PE 约 28 倍。

风险提示：

疫情影响线下出行客流及居民消费意愿、舆论事件影响品牌终端销售、潮流趋势变动、行业竞争格局恶化等。

财务报表摘要

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,777	18,672	22,364	26,922	32,401
现金	7,187	14,745	17,996	21,954	26,731
应收账款	659	903	993	1,092	1,202
其他资产即期部分	519	771	848	932	1,026
存货	1,346	1,773	2,039	2,446	2,936
其他	66	481	489	497	507
非流动资产	4,817	11,603	11,826	12,065	12,321
物业、厂房及设备	1,065	1,626	1,707	1,793	1,882
有使用权资产	1,066	1,333	1,359	1,387	1,414
递延税项资产	591	708	778	856	942
无形资产和土地使用权	357	350	376	404	434
其他	1,739	7,586	7,605	7,626	7,649
资产总计	14,594	30,275	34,190	38,988	44,722
流动负债	5,015	7,704	8,309	8,966	9,680
应付账款	1,227	1,599	1,679	1,763	1,851
合同负债	286	346	363	381	400
应付负债及其他应付	2,501	4,025	4,347	4,694	5,070
应交税费	592	1,308	1,439	1,582	1,741
其他	409	426	481	545	617
非流动负债	889	1,467	1,611	1,770	1,945
递延所得税负债	103	427	470	517	568
租赁负债	689	956	1,052	1,157	1,273
其他	98	84	90	97	104
负债合计	5,904	9,171	9,920	10,736	11,625
股本	228	239	239	239	239
储备	8,608	20,901	24,066	28,048	32,893
少数股东权益	3	3	3	3	3
股份奖励计划所持股份	-149	-38	-38	-38	-38
股东权益合计	8,689	21,104	24,270	28,251	33,097
负债及权益合计	14,594	30,275	34,190	38,987	44,722
现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	2,248	5,328	6,008	7,556	9,196
折旧摊销	1,009	1,091	1,509	1,570	1,634
营运资金变动	142	826	145	33	-16
所得税	-589	-456	-1,485	-1,868	-2,274
经营活动现金流	2,763	6,525	5,540	6,635	7,865
投资活动现金流	-992	-6,539	-1,083	-1,139	-1,199
筹资活动现金流	-513	7,596	-1,206	-1,538	-1,888
现金净增加额	1,258	7,583	3,251	3,958	4,777
现金期初金额	5,961	7,187	14,745	17,996	21,954
现金期末金额	7,187	14,745	17,996	21,954	26,731

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,230	32,392	39,008
营业成本	-7,363	-10,603	-13,533	-15,581	-18,568
毛利	7,094	11,969	13,697	16,811	20,440
销售费用	-4,425	-6,138	-7,298	-8,649	-10,415
管理费用	-805	-1,111	-1,293	-1,555	-1,833
其他收益	362	400	400	400	400
营业利润	2,196	5,136	5,522	7,024	8,608
财务收入/(费用)净	-32	33	327	373	429
权益法核算的投资	83	159	159	159	159
除税前溢利	2,248	5,328	6,008	7,556	9,196
所得税	-549	-1,317	-1,485	-1,868	-2,274
净利润	1,698	4,011	4,522	5,688	6,922
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1,698	4,011	4,522	5,688	6,922
EPS (元)	0.69	1.60	1.73	2.17	2.64

主要财务比率					
会计年度	FY2020	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性					
营业收入yoy	4.2%	56.1%	20.6%	19.0%	20.4%
营业利润yoy	42.3%	133.9%	7.5%	27.2%	22.5%
归母净利润yoy	13.3%	136.1%	12.7%	25.8%	21.7%
盈利能力					
毛利率	49.1%	53.0%	50.3%	51.9%	52.4%
营业利润率	15.2%	22.8%	20.3%	21.7%	22.1%
净利率	11.7%	17.8%	16.6%	17.6%	17.7%
ROA	12.5%	17.9%	14.0%	15.5%	16.5%
ROE	21.5%	26.9%	19.9%	21.7%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	30.3%	29.0%	27.5%	26.0%
负债权益比	67.9%	43.5%	40.9%	38.0%	35.1%
流动比率	1.7	2.0	2.3	2.5	2.8
营运能力					
存货周转天数	68	54	51	52	52
应收帐款天数	21	13	13	12	11
每股资料 (元)					
每股收益	0.69	1.60	1.73	2.17	2.64
每股净资产	3.5	8.4	9.3	10.8	12.6
估值比率					
PE@51.05HKD	66.4	28.7	26.6	21.1	17.4
PB	13.0	5.5	5.0	4.3	3.6

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来自于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>